

我国股票市场财富效应及最优货币政策规则选择

袁 靖

(厦门大学经济学院, 福建厦门 361005)

摘要:本文创新性将股票价格做为内生变量嵌入 DSGE 模型, 比较不同货币政策规则(不对股票价格波动作出反应、对股价做出反应及对股票收益率做出反应)进行模拟对比, 科学回答了我国股票市场是否存在长期财富效应及货币政策应如何应对以维持宏观价格稳定和资本市场价格稳定。模型模拟结果显示我国股票市场长期存在财富效应, 货币政策应同时关注宏观经济稳定和金融稳定。对股价收益率做出反应的货币政策规则调控效果最好, 我国货币当局今后操作应密切关注股票市场收益率变化, 制造宏观市场稳定与金融市场稳定的双赢局面。

关键词:财富效应; 货币政策规则; DSGE 模型

中图分类号:C812 **文献标识码:**A **文章编号:**1005-0167(2015)08-0044-06

一、引言与文献综述

从股市创建至今, 经济学家都已经肯定股市与经济增长呈现正相关关系。股票市场促进宏观经济增长作用途径有以下三点: 一是股票市场是一个充满流动性的市场, 不断创造出来的流动性为经济注入活力。一般来说, 企业产权资本流动性较差, 企业可以通过上市降低其产权资本的交易成本和机会成本, 使投资风险大大减小, 在这种情况下市场上的投资者往往愿意持有这样的产权资本进行长期投资, 这为企业的长期资本需求提供了保证; 二是股票市场具有投资风险的功能, 股票资产组合可以使投资者在充分分散风险的同时获得相对较高的收益, 促进经济的增长; 三是股票市场的信息披露功能, 股票市场是一个公开的市场, 投资者会根据上市公司的状况进行操作, 这督促上市公司努力改善经营状况以吸引投资者, 最终使得资源得到优化, 促进经济增长。我国股市从 1990 年上交所成立之后, 股票价格经历大起大落, 但 2014 年 7 月开始, 我国股市一骑绝尘, 11 月之后更是一度出现超过 45 度角的“疯牛”阶段, 成交额激增, 两市活跃账户不断创近年来新高, 至年末, 我国 A 股指数涨幅甚至领跑全球。2015 年我国股市更是经历了激动人心的波动历程, 至 2015 年 6 月末, 中国股民的数量伴随着跌宕起伏的市场行情中超越了 1.2 亿户的规模。深交所数据显示, 截至 2014 年 12 月末, 中国股票

市场的开户数达到了 1.2036 亿户, 其中 A 股账户为 1.19 亿户, 占比 99.16%, B 股 100.94 万户, 占比 0.84%, 2015 年上半年我国 A 股最高点达到 5000 点, 最低点则跌倒 3000 多点, 股价波动带来的效应及央行采取实施干预消费者信息的举动牵动了我国全国人民的心。股市的繁荣是我国宏观经济状况良好的结果及体现, 同时也促进宏观经济的发展。这就带来一个问题: 我国股市发展是否起到财富效应的作用, 即真正疏通资金促进消费的良好运作? 如果没有, 货币政策是否应对股市价格的大起大落进行控制?

关于货币政策是否应该干预股票等资产价格, 国外学术界存在两种截然不同的观点。一种观点认为货币政策不应该干预资产价格。Bernanke 等(1999)认为, 央行几乎不可能知道资产价格变动是由经济基本面因素引起的, 还是由非基本面(如金融监管制度失策、投资者的不完全理性等)引起的, 或者是由二者共同导致的, 因此, 货币政策无需对资产价格波动做出直接反应, 除非资产价格波动对通货膨胀或经济增长的影响达到一定程度。另一种观点认为货币政策应该关注资产价格波动。Cecchetti 等(2000)认为关注资产价格波动有助于降低未来发生泡沫的可能性, 而且对未来通货膨胀的预测也依赖于资产价格偏离基本面的程度, 股价等资产价格应当以某种加权方式纳入到货币政策函数中, 以便央行经常

*基金项目: 本文获国家社科基金项目(批准号 12CTJ018)、国家教育部人文社会科学研究青年基金项目(批准号: 12YJC910013)和国家博士后科学基金特别资助项目(批准号: 2014T70609)资助。

作者简介: 袁靖(1977—), 女, 山东聊城人, 厦门大学经济学院应用经济学博士后流动站研究人员, 山东工商学院统计学院副教授, 经济学博士。

性积极地进行调整。

近年来对我国股票市场财富效应及货币政策对股票价格波动应如何操作(是否应将股票价格纳入货币政策操作规则)进行研究的学者较多,刘仁和等(2008)利用协整模型对我国居民消费、收入与股价之间的关系进行实证分析检验我国股票市场的财富效应,结果发现股票市场不存在财富效应;余静等(2009)综合运用协整检验、格兰杰因果检验及 VAR 模型脉冲响应方法对我国股市财富效应进行实证检验,结果发现我国股市短期不存在财富效应但长期存在;薛永刚(2012)根据消费函数模型检验了我国股市财富效应对消费的影响,发现我国股市存在弱财富效应,与消费存在长期协整关系;马亚明等(2013)基于状态空间模型对我国股票市场和房地产市场的财富效应进行检验,结果发现我国股票市场长期内具有稳定的微弱负向财富效应;曾繁华等(2014)采用 VAR 模型及协整检验认为我国股票市场财富效应在短期内较弱甚至为负,货币政策通过资产价格渠道进行传导的有效性不足;刘慧等(2015)采用格兰杰因果关系检验和协整检验方法结论认为我国股票资产财富效应表现微弱整体水平较低。对于货币政策规则是否应考虑股票价格波动,巩师恩(2011)基于考虑股票价格缺口的泰勒规则进行了实证检验,结论认为货币政策应考虑资产价格波动;黄昌利、尚友芳(2013)采用格兰杰因果检验方法,将股票价格和房地产价格纳入泰勒规则,认为我国货币政策应关注资产价格波动;但以上文献实证分析未采用 DSGE 模型,从而无法对消费、投资、就业及股价之间关系进行完整全面建模。王晓芳等(2014)采用 DSGE 模型模拟考察了面对财富效应和股票价格波动幅度的变化,央行的货币政策该如何应对才能保持物价、产出和汇率稳定。

本文基于 Yaari(1965)和 Blanchard(1985)的模型,创新性将股票价格做为内生变量嵌入 DSGE 模型,比较不同货币政策规则(不对股票价格波动作出反应、对股价作出反应及对股票收益率作出反应)进行模拟对比,本文旨在回答两个问题:(1)我国股票市场是否存在财富效应?这个问题也是回答我国股市是否起到良好的货币政策传导渠道的作用;(2)我国最优货币政策应如何应对以维持宏观价格稳定和资本市场价格稳定,即如何制定最优货币政策规则,这个问题的回答为今后更好地调控金融市场提供科学框架。

本文余下结构安排如下:第二部分为模型构建,基于 Yaari(1965)和 Blanchard(1985)的模型构建包含股票价格的 DSGE 模型;第三部分利用模型对我国不同货币政策规则应对股票价格冲击进行模拟对比及脉冲相应

方差分解分析;第四部分为结论。

二、模型构建

本文构建 DSGE 模型,模型包含五类经济主体:居民、中间产品生产商、最终产品生产商、政府和央行。基于 Yaari(1965)和 Blanchard(1985)的离散随机模型,假设消费者进入资本市场下一期被市场淘汰的概率为 γ ,每个居民户都是柯布道格拉斯消费休闲函数,购买债券和股票,提供劳动力,政府会补贴失业,央行采用货币政策规则调控经济。

(一)代表性居民户

β 为跨期替代率, C_{jt} 为消费, N_{jt} 为劳动时间, 购买债券 $B_{j,t+1}^*$, 相对应的贴现因子 $F_{t,t+1}$, 购买股票 $Z_{j,t+1}(i)$, 股票价格为 $Q_t(i)$, γ 、 δ 分别表示家庭消费与劳动供给的相对风险厌恶规避弹性, V_t 为消费者效用函数, 代表性居民消费为其带来正效用, 劳动为负效用, 居民通过消费和提供劳动进行选择最大化其当期效用, 同时其消费与购买债券和股票的总支出必须在其预算限制内, 其当期预算限制为工资收入减去应缴税收加上上期剩余。代表性居民即消费者最大化其效用:

$$E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t (1-\gamma)^t V_t [\delta \log C_{j,t} + (1-\delta) \log(1-N_{j,t})]$$

其预算限制:

$$P_t C_{j,t} + E_t \{F_{t,t+1} B_{j,t+1}^*\} + P_t \int_0^1 Q_t(i) Z_{j,t+1}(i) di \leq W_t N_{j,t} - P_t T_t + \Omega_{j,t}^* \quad (1)$$

T_t 为转移税收, $\Omega_{j,t}^*$ 为上一期带来的财富,

$$\Omega_{j,t}^* = \frac{1}{1-\gamma} [B_{j,t}^* + P_t \int_0^1 (Q_t(i) + D_t(i)) Z_{j,t}(i) di] \quad (2)$$

利用(1)和(2)式,采用拉格朗日函数最优化得到对于均衡消费和均衡劳动的一阶最优化条件为:

$$C_{j,t} = \frac{\delta}{1-\delta} \frac{W_t}{P_t} (1-N_{j,t}) \quad (3)$$

对于金融资产:

$$F_{t,t+1} = \beta \frac{U_c(C_{j,t+1}) W_{t+1}}{U_c(C_{j,t}) W_t} = \beta \frac{P_t C_{j,t}}{P_{t+1} C_{j,t+1}} \exp(v_{t+1} - v_t) \quad (4)$$

$$P_t Q_t(i) = E_t \{F_{t,t+1} P_{t+1} [Q_{t+1}(i) + D_{t+1}(i)]\} \quad (5)$$

根据资本市场无套利原则:

$$(1+r_t) E_t \{F_{t,t+1}\} = 1 \quad (6)$$

r_t 为短期利率, 根据(5)(2)(3)得到金融财富的离散随机等式:

$$\frac{1}{\delta} P_t C_{j,t} + E_t \{F_{t,t+1} (1-\gamma) \Omega_{j,t+1}^*\} = W_t - P_t T_t + \Omega_{j,t}^* \quad (7)$$

个人财富不依赖于年龄, 等于其总收入减去税收, $h_{j,t}^*$ 为居民个人财富,

$$h_{j,t}^* \equiv E_t \left\{ \sum_{k=0}^{\infty} F_{t,t+k} (1-\gamma)^k (W_{t+k} - P_{t+k} T_{t+k}) \right\} \equiv h_t^* \quad (8)$$

利用(4)解(7)得到:

$$C_{j,t} = \frac{\delta}{\sum_t} (\Omega_{j,t} + h_t) \quad (9)$$

加总求和:

$$C_t = \frac{\delta}{1-\delta} \frac{W_t}{P_t} (1-N_t), C_t + B_t + \int_0^1 Q_t(i) Z_t(i) = \frac{W_t}{P_t} N_t - T_t + \Omega_t$$

$$C_t = \frac{\delta}{\sum_t} (\Omega_t + h_t) \quad (10)$$

(10)即为居民户的 DSGE 模型最优方程。

(二) 产品生产商

供给方包括完全竞争中间产品生产商和雇佣劳动力的最终产品生产商。

最终产品生产商遵循 CRS 生产函数:

$$Y_t = \left[\int_0^1 Y_t(i)^{\frac{\varepsilon-1}{\varepsilon}} di \right]^{\frac{\varepsilon}{\varepsilon-1}}, \varepsilon > 1 \quad (11)$$

其中 Y_t 为总产品, $Y_t(i)$ 为生产的每一种产品, ε 为产品市场竞争程度,

生产产品的总价格为:

$$P_t = \left[\int_0^1 P_t(i)^{1-\varepsilon} di \right]^{\frac{1}{1-\varepsilon}} \quad (12)$$

其中 P_t 为总价格, $P_t(i)$ 为每一种产品价格, $A_t(i)$ 为生产技术, 则生产函数为技术与劳动投入之积:

$$Y_t(i) = A_t N_t(i) \quad (13)$$

MC_t 为实际边际成本, 则

$$MC_t = (1-\tau^*) \frac{W_t}{A_t P_t} \quad (14)$$

τ^* 为政府补贴失业率。

根据 Calvo(1983)定价, 厂商改变价格决策概率 θ , 厂商最优化其生产函数:

$$\max_{P_t^0(i)} E_t \left\{ \sum_{k=0}^{\infty} \theta^k F_{t,t+k} Y_{t+k}(i) (P_t^0(i) - P_{t+k} MC_{t+k}) \right\} \quad (15)$$

其中 $P_t^0(i)$ 为最优价格。

(三) 政府及预算均衡

政府预算: $P_t T_t = P_t G_t + \tau^* W_t N_t$

政府预算为其税收收入等于其政府结构性支出支出加政府补贴失业支出。

(四) 模型对数线性化

将上述模型进行对数化处理得到消费的 IS 曲线、Phillips 曲线及股票价格的最优 1 定价方程,

$$y_t = \frac{1}{1+\psi} E_t y_{t+1} + \frac{\psi}{1+\psi} q_t - \frac{1}{1+\psi} (r_t - E_t \pi_{t+1} - \tilde{\rho}) - (1+\psi) E_t \Delta v_{t+1} + \frac{1+\psi-\rho_g}{1+\psi} g_t \quad (16)$$

$$q_t = \tilde{\beta} E_t q_{t+1} - \lambda E_t x_{t+1} - (r_t - E_t \pi_{t+1} - \tilde{\rho}) + (1-\tilde{\beta}) E_t y_{t+1}^n + e_t \quad (17)$$

$$\pi_t = \tilde{\beta} E_t \pi_{t+1} + \kappa x_t \quad (18)$$

其中:

$$\lambda \equiv (1-\tilde{\beta}) \frac{1+\phi-\mu}{\mu}, \kappa \equiv \frac{(1-\theta)(1-\theta\tilde{\beta})}{\theta} (1+\phi), \psi \equiv \gamma \frac{1-\beta(1-\gamma)}{(1-\gamma)} \frac{\Omega}{C}$$

μ 为稳态加成, $\frac{1}{\psi}$ 劳动供给弹性, χ_t 为产出缺口,

(16)为消费的 IS 曲线, (17)为股票价格最优方程, (18)为 Phillips 曲线。

(五) 货币政策规则

央行采用利率型货币政策规则调控宏观经济, 以使产出增长稳定价格, 若央行不对股票价格波动做出反应, 则:

$$r_t = \phi_y x_t + \phi_p (\pi_t - \pi^*) + \varepsilon_t \quad (19)$$

ϕ_y 为利率对产出缺口反应参数, ϕ_p 为利率对价格变化反应参数,

若央行对股票价格波动做出反应, 则:

$$r_t = \phi_y x_t + \phi_p (\pi_t - \pi^*) + \phi_Q Q_t + \varepsilon_t \quad (20)$$

ϕ_Q 为利率对股票价格变化反应参数,

若央行对股票收益率做出反应, 则:

$$r_t = \phi_y x_t + \phi_p (\pi_t - \pi^*) + \phi_M M_t + \varepsilon_t, M_t = \ln \frac{Q_t - Q_{t-1}}{Q_t} \quad (21)$$

ϕ_Q 为利率对股票收益率变化反应参数。

本文构建模型系统包含 6 个内生变量产出缺口、价格水平、消费、劳动供给、股票价格及利率($x_t, p_t, C_t, N_t, Q_t, r_t$), 4 个外生冲击货币政策冲击、生产力冲击、边际成本加成冲击、股价波动冲击($\varepsilon_t, x_t, g_t, e_t$),

外生冲击均服从 AR(1)过程, 即:

$$\varepsilon_t = \rho_\varepsilon \varepsilon_{t-1} + e_t^\varepsilon, e_t^\varepsilon \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

$$x_t = \rho_x x_{t-1} + e_t^x, e_t^x \sim N(0, \sigma_x^2)$$

$$g_t = \rho_g g_{t-1} + e_t^g, e_t^g \sim N(0, \sigma_g^2)$$

$$e_t = \rho_e e_{t-1} + \varepsilon_t^e, \varepsilon_t^e \sim N(0, \sigma_e^2)$$

其中 $\rho_\varepsilon, \rho_x, \rho_g, \rho_e$ 分别为四种冲击服从 AR(1)过程的自相关系数, $\sigma_\varepsilon^2, \sigma_x^2, \sigma_g^2, \sigma_e^2$ 分别为四种冲击的方差。

模型采用 matlab 应用程序(dynare 程序)进行数值模拟。

三、实证分析

(一) 数据说明

本文采用中国经济数据库中我国 1995-2014 年上证 A 股股票收益率数据, 关于股票市场收益率, 刘仁和认为, 国内许多学者计算市场收益率时, 忽略了红利的回报, 这样计算的股市收益率会有偏差(比实际值小), 按照国外学术界的惯例, 应该将红利也包括进股市的回报中, 本文计算收益率考虑了以流通股市值为权重加权平

均,考虑了配股、送股、拆细的影响以及红利再投资。股票收益率的一般的计算方法通常有两种:一是采用对数收益率,二是采用百分比收益率,由于对数收益率具有很多良好的统计特征,因此在有关金融资产定价领域多采用对数收益率的形式,因此本文将上述收益率结果再换算成对数收益率形式。

无风险利率采用的是选用一年期储蓄存款利率来代表无风险利率,如果在一年中该利率发生变化,则按时间对其进行加权,然后再减去通货膨胀率(CPI 环比数据),从而得到无风险实际利率。本文根据国内外众多学者研究方法,也采用社会消费品零售总额作为总消费的代理变量,由于社会消费品零售总额的数据呈现出很强的季节性,因此本文对社会消费品零售总额数据进行了移动平均调整,根据中国经济数据库我国年度总人口数据,然后用社会消费品零售总额除以年度总人口得到代表性投资者的年度消费额,再换算成真实的消费增长率,以上数据均为季度数据,做年度化处理。

表 1 中国股票市场及消费的描述统计结果

$E(R_m)$	σ_m^2	$E(R_c)$	σ_c^2	$E(R_f)$	$Cov(R_m, R_c)$
8.9838%	44.9559%	0.1094%	0.0347%	1.6494%	0.2852%

其中 $E(R_m)$ 和 σ_m^2 代表股票实际对数收益率均值及标准差, $E(R_c)$ 和 σ_c^2 代表人均消费增长率均值及标准差, $E(R_f)$ 代表实际无风险利率均值, $Cov(R_m, R_c)$ 代表股票实际对数收益率与人均消费增长率相关系数。可以看出我国股票收益率波动较大,而人均消费则相对非常平稳。

(二) 参数校准

模型中参数的赋值采用校准的方法进行赋值,对于消费跨期替代率,国内学者顾六宝、肖红叶(2004)测算的中国消费的跨期替代弹性为 3.916,本文取 4.0;对于价格调整概率,其反映粘性价格程度,陈昆亭、龚六堂(2006)取值为 0.6,这意味着厂商平均调价周期为 2.5 个季度,本文即取值 0.6;关于我国消费与劳动供给的相对风险规避系数的经验研究较少。其中,陈学彬等(2009)在探讨中国居民消费储蓄行为时估算的消费相对风险规避系数为 0.77,李春吉等(2006)的估计值为 0.9,黄贇琳(2005)根据居民消费行为建立了相关计量模型,估算结果也在 0.7-1.0 之间,故本文采用前述两者的均值 0.84。由于劳动供给的相对风险规避系数的实证研究也较为有限,多数文献的取值均在 1 左右(Zhang(2009);王君斌和王文甫(2010)),本文取值 0.9;对于不包含股票价格的利率规则,根据国内研究梁斌、李庆云(2011),利率关于通货膨胀偏离稳态值的反应系数为 0.75,利率关于产出波动偏离稳态值的反应系数为 0.6;若央行对股票价格或股票收益率做出反应,参照 Castelnovo 和 Nistico

(2010),反应系数设定为 0.05 和 0.2。对于 4 个外生冲击自相关系数,根据国外学者通行做法(Smets 和 Wouters(2007); Gerali(2010)等;Khan 和 Tsoukalas(2011)),将其设定为 0.05。以上参数均进行了年度化处理。

(三) 模型拟合效果

分别对不考虑股价的基准 DSGE 模型、考虑对股票价格变化反应的 DSGE 模型及对股票收益率反应的 DSGE 模型进行模拟,可以看出不考虑股价波动的 DSGE 模型对各变量拟合效果最差,而对股票收益率做出反应的货币政策操作模拟效果最好,尤其对于消费和股票收益率这两个变量。我国近年来消费者参与股票市场越来越积极,股票价格和收益率成为影响居民户消费和投资行为的主要经济变量,模型拟合效果说明不考虑股票价格货币政策操作会忽视股票市场对宏观市场的影响,从而无法对价格稳定和金融市场稳定起到有效调控,这也间接说明我国股票市场长期存在财富效应,货币政策应同时关注宏观经济稳定和金融稳定。

表 2 模型变量预测模拟效果对比

变量	实际值标准差(%)	基准模型(不考虑股价规则) K-P 方差比	考虑股价规则 K-P 方差比	考虑股票收益率规则 K-P 方差比
产出缺口	4.47	76.33%	90.47%	99.38%
价格	6.13	80.26%	110.96%	99.21%
消费	0.035	90.03%	103.22%	101.37%
股票收益率	44.96	82.01%	99.09%	102.33%

注:K-P(Kydland-Prescott)方差比是指模拟经济预测的变量标准差与实际数据的标准差之比。

(四) 模型脉冲响应

为了分析货币政策冲击在不同货币政策操作下对经济影响的动态特征,我们分别给出了 1% 单位的正向货币政策冲击条件下,6 个变量产出缺口、价格水平、消费、劳动供给、股票价格及利率的脉冲响应变化及方差分解,做图 1:

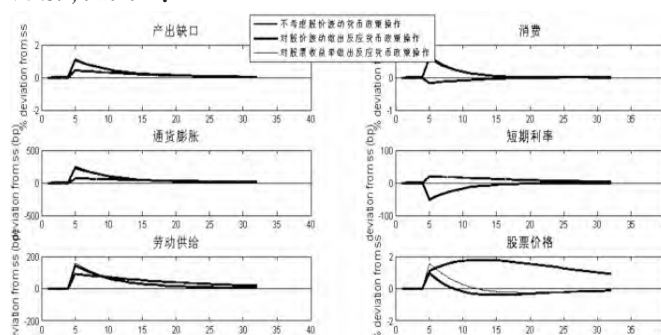


图 1

若货币政策不关注股票价格波动,则货币政策冲击下,短期利率会下降,股票价格迅速上升且很需很长时间回复其稳态值,从而造成消费水平迅速下降,若货币

政策考虑股票价格波动,则股票市场受到冲击在预期下会很快回复其稳态值,从而带动利率和消费小幅波动并回复稳态值。因而货币政策是否关注股票价格波动主要会影响利率、消费和股价未来波动。

脉冲响应结果显示,货币政策冲击对消费的影响最大,其次是产出缺口、价格变动和劳动供给,不同货币政策操作规则下货币政策冲击对产出缺口、通货膨胀和劳动供给影响区别较小,但对消费、短期利率及股价波动影响区别较大,尤其是股价波动。

给定 1%正向货币政策冲击,产出缺口、价格波动及劳动供给偏离稳态状态在 15 期后重新回到稳态水平,但是不考虑股价的货币政策操作下三变量偏离稳态值较远,也就是说,由于货币政策没有考虑资本市场效应,因而股票市场财富效应得不到体现,股票价格波动等同于一般价格波动,从而使价格波动调节变得困难,需要较长时间较大调节力度回复其稳态值。

给定 1%正向货币政策冲击,不考虑股价波动的货币政策操作下利率及消费偏离稳态状态较大直到 20 期后重新回到稳态值,而考虑股价波动货币政策操作下利率及消费偏离稳态状态较小直到 10 期后重新回到稳态值。

不考虑股价波动货币政策操作下货币政策冲击使股票价格偏离稳态状态较大直到 30 期后重新回到稳态值,但考虑股价波动和考虑股票收益率的货币政策操作下冲击使股价偏离稳态 10 期后重新回到稳态水平,对股价收益率做出反应的货币政策冲击对股价波动比对股价做出反应货币政策操作影响效应较大,说明其调控效果较好。

随着我国股票市场乘数发展,股票市场的价格渠道效应越来越强,脉冲响应结果也间接说明我国股票市场具有长期财富效应,消费受到股价波动的影响。

对产出缺口、价格水平、消费、劳动供给、股票价格及利率 6 个经济变量对不同货币政策规则操作下货币政策冲击在半年和 1 年上进行方差分解,如下表所示:

表 3 模型方差分解

	产出缺口	价格水平	消费	劳动供给	股票价格	利率
不考虑股价波动货币政策操作						
半年	37.00	22.21	15.09	12.30	9.95	3.45
1年	34.6	22.57	17.68	12.2	8.95	4.00
对股价波动做出反应的货币政策操作						
半年	41.15	22.00	13.66	10.31	10.03	2.85
1年	36.70	25.50	14.11	10.89	9.55	3.25
对股票收益率做出反应的货币政策操作						
半年	25.85	21.80	21.20	11.15	10.06	9.94
1年	29.80	18.30	19.65	12.25	11.22	8.78

方差分解结果与脉冲响应结果一致,货币政策冲击对产出缺口、价格水平及消费影响最大,但货币政策冲击对股价和消费、利率三个变量长期波动的解释能力越来越强,考虑股票收益率的货币政策冲击对股价波动的一年期解释能力达到 11.22%,说明货币政策操作不应忽视股价波动单纯应对产出变化和价格变化,宏观市场与金融市场是息息相关的。

四、结论

本文基于 Yaari(1965)和 Blanchard(1985)的模型,创新性将股票价格做为内生变量嵌入 DSGE 模型,比较不同货币政策规则(不对股票价格波动作出反应、对股价做出反应及对股票收益率做出反应)进行模拟对比,科学回答了我国股票市场是否存在长期财富效应及货币政策应如何应对以维持宏观价格稳定和资本市场价格稳定。

模型实证结果显示:

模型模拟结果显示不考虑股价波动的 DSGE 模型对各变量拟合效果差,而对股票收益率做出反应的货币政策操作模拟效果最好,尤其对于消费和股票收益率这两个变量。说明不考虑股票价格货币政策操作会忽视股票市场对宏观市场的影响,从而无法对价格稳定和金融市场稳定起到有效调控,这也间接说明我国股票市场长期存在财富效应,货币政策应同时关注宏观经济稳定和金融稳定。

脉冲响应结果显示,不同货币政策操作规则下货币政策冲击对产出缺口、通货膨胀和劳动供给影响区别较小,但对消费、短期利率及股价波动影响区别较大,尤其是股价波动。不考虑股价波动货币政策操作下货币政策冲击使股票价格偏离稳态状态较大直到 30 期后重新回到稳态值,但考虑股价波动和考虑股票收益率的货币政策操作下冲击使股价偏离稳态 10 期后重新回到稳态水平,对股价收益率做出反应的货币政策冲击对股价波动比对股价做出反应货币政策操作影响效应较大,说明其调控效果最好。

三种操作下货币政策冲击对股价和消费、利率三个变量长期波动的解释能力越来越强,说明货币政策操作不应忽视股价波动单纯应对产出变化和价格变化,宏观市场与金融市场是息息相关的。

综上,我国货币当局今后操作应密切关注股票市场收益率变化,制造宏观市场稳定与金融市场稳定的双赢局面。

参考文献:

- [1]Bernanke,B. M,Gertler, Monetary policy and asset price volatility[J].Economic Review,1999(4).
- [2]Cecchetti, S.G., H,Genberg,J. Lipsky, S. Wadhvani, Asset prices and central bank policy[J]. International center for monetary and banking studies,2000(11).
- [3]刘仁和,黄英娜,郑爱明.我国股票市场财富效应的实证分析[J].经济问题,2008(8).
- [4]余静,徐斌.中国股票市场财富效应的实证检验[J].中央财经大学学报,2009(6).
- [5]薛永刚.我国股票市场财富效应对消费影响的实证分析[J].宏观经济研究,2012(12).
- [6]马亚明,姚磊.我国股票和房地产市场的财富效应研究[J].财经理论与实践,2013(5).
- [7]曾繁华,彭中,崔连翔,孙清娟.我国货币政策资产价格渠道传导有效性分析[J].统计与决策,2014(9).
- [8]刘慧,王聪.我国城镇居民股票资产财富效应影响因素分析[J].金融与经济,2015(1).
- [9]巩师恩.全球化、资产价格变动与中国货币政策反应——基于泰勒规则的扩展研究[J].广东金融学院学报,2011(11).
- [10]黄昌利,尚友芳.资产价格波动对中国货币政策的影响——基于前瞻性泰勒规则的实证研究[J].宏观经济研究,2013(1).
- [11]王晓芳,杨克贵.股价波动、财富效应与货币政策应对——基于动态随机一般均衡模型的分析[J].中国地质大学学报(社会科学版),2014(3).
- [12]Yarri,M.E. Uncertain lifetime, life insurance, and the theory of consumer[J].Review of economic studies, 32.
- [13]Blanchard,O.J. Debt, Deficit, and finite horizons[J].Journal of Political Economy,93.
- [14]顾六宝,肖红叶.中国消费跨期替代弹性的两种统计估算法[J].统计研究,2004(9).
- [15]陈昆亭,龚六堂,邹恒甫.什么造成了经济增长的波动,供给还是需求? ——中国经济的 RBC 分析[J].世界经济,2004(4).
- [16]陈学彬,杨凌,方松.货币政策效应的微观基础研究——我国居民消费储蓄行为的实证分析[J].复旦学报(社会科学版),2009(6).
- [17]李春吉,孟晓宏.中国经济波动——基于新凯恩斯主义垄断竞争模型的分析[J].经济研究,2006(10): 72-82.
- [18]黄贻琳.中国经济周期特征与财政政策效应[J].经济研究,2005(6):26-45.
- [19]ZHANG, W.. China's monetary policy: Quantity versus price rules[J]. Journal of Macroeconomics, 2009, 31(3).
- [20]王君斌,王文甫.非完全竞争市场、技术冲击和中国劳动就业——动态新凯恩斯主义视角[J].管理世界,2010(1).
- [21]梁斌,李庆云.中国房地产价格波动与货币政策分析——基于贝叶斯估计的动态随机一般均衡模型[J].经济科学,2011(3).
- [22]Castelnuovo,Nistico,Stock market conditions and monetary policy in a DSGE model for the US[J].Journal of Economic Dynamics and Control,2010,34(9).
- [23]SMETS, F. ,WOUTERS, R.. Shocks and frictions in US business cycles: A Bayesian DSGE approach. The American -Economic Review, 2007, 97(3): 586-606.
- [24]GERALI, A., NERI, S. SESSA, L., et al. Credit and Banking in a DSGE Model of the Euro Area[J]. Journal of Money, -Credit and Banking, 2010, 42(s1): 107-141.
- [25]KHAN,H.TSOUKALAS J..Investment shocks and the comovement problem[J].Journal of EconomicDynamics and Control, 2011, 35(1): 115-130.

责任编辑:金妍冰